

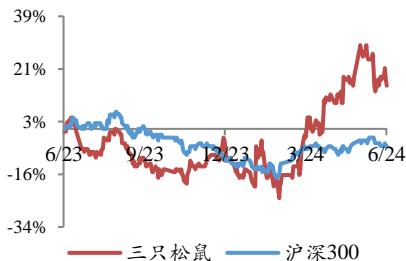
三只松鼠：高端性价比转型可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-06-06

收盘价（元）	23.73
近 12 个月最高/最低（元）	27.26/14.54
总股本（百万股）	401
流通股本（百万股）	280
流通股比例（%）	69.72
总市值（亿元）	95
流通市值（亿元）	66

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：邓欣

执业证书号：S0010524010001

邮箱：dengxin@hazq.com

分析师：陈殊

执业证书号：S0010522080001

邮箱：chenshu@hazq.com

主要观点：

- **代工模式、电商起家，流量变迁下及时调整**
 - ▶ 三只松鼠创立于 2012 年，总部位于安徽芜湖。公司初期采用代工模式，和上游供应商合作紧密，通过淘宝、京东等电商平台切入以坚果为主的零食赛道，并向烘焙、肉制品、果干等品类拓展，并于 2019 年收入破百亿。线上流量变迁和线下消费偏好变化之下，公司积极调整：2022 年公司夏威夷果等自建工厂投产；逐步拓展线下分销渠道、布局自有门店，线上开拓抖音等直播渠道；23 年提出高端性价比战略，转型效果可期。
- **供应链为基，业绩为证**
 - ▶ **逐步加强生产端掌控，实现供应链条协同，助力高端性价比战略实现。** 2022 年底，公司率先提出高端性价比战略，于 23H2 实现逆势转增。公司自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类制造工厂并已于正式投产，实现从原料到生产发货的供应链纵深。此外，公司与世界五百强企业翱兰国际合资建厂，与全球最大的蔓越莓领导品牌优鲜沛建立深度合作，推动产品竞争力进一步提升，从而为消费者提供更有供应链优势、更具高端性价比的产品。公司以市场需求为导向，通过对全链路、全要素的整合重合，做到链路更短、工具更先进、组织更协同，实现产品更高品质、价格更亲民。
 - ▶ **一季报业绩超预期，转型效果不断验证。** 24Q1 公司收入同比+92%，增量为 17.5 亿元，我们预计其中近 10 亿元为抖音新兴渠道，另外主要是线下分销渠道贡献；毛利率为 27.4%，同比-0.9pct；管理费率为 1.3%，同比-1.9pct；销售费率 16.3%，同比+1.1pct，主要因为年货节期间营销费用投入加大。综上 24Q1 净利率 8.5%，同比-1.6pct，扣非净利率 7.2%，同比+0.04pct。24Q1 公司净利率在抖音上量下仍然保持持平，预计与公司布局坚果上游供应链，减少部分品牌广告投放有关。我们预计公司 24 年收入有望重回 100 亿元，归母利润率维持 3-3.5%，中长期有望提至 5%净利率水平。
- **全域生态大会：目标明确，路径清晰**
 - ▶ 5 月 29 日，三只松鼠在上海召开全域生态大会。公司锚定三年 200 亿含税营收目标，发展路径清晰、信心十足。**1) 品类上：**坚果品类铸造品牌基础，品类边界拓宽助力全渠道运营。践行长期主义布局发展坚果/果干品类，合计三年销售目标 130 亿元，其中坚果 100 亿元，果干 30 亿元，公司拥有全球最大的坚果加工园区和高端性价比的全球供应链，有利于布局全产品尺寸、全销售形式、全消费场景，助力全渠道发展。同时，公司不断拓宽品类边界，提出“三十”计划，即 10 款亿级大单品、10 家过亿供应商、10 个投资供应链，三年瞄准“百亿”目标，实现售点数线上 100 万+个，线下 100 万+个，零食年销

百亿元。通过全链路生产改造、厂家直发以及对消费者需求的精准洞察，不断深化单品打造能力、增强全品类经营能力。**2) 渠道上：**品销合一、管理强化，助力短视频电商、分销渠道、综合电商、线下门店全面突破，实现全渠道高效发展。

● **投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级**

➤ 预计 2024-2026 年收入分别为 104.07/138.91/177.45 亿元，对应增速分别为 46.3%/ 33.5%/ 27.7%，归母净利润分别为 3.8/5.8/8.6 亿元，对应增速分别为 71.0%/ 54.4%/ 48.3%，对应 PE 分别为 25/16/11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

渠道拓展不及预期，原材料成本超预期上涨，食品安全问题。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7115	10407	13891	17745
收入同比 (%)	-2.4%	46.3%	33.5%	27.7%
归属母公司净利润	220	376	580	860
净利润同比 (%)	69.9%	71.0%	54.4%	48.3%
毛利率 (%)	23.3%	23.4%	23.8%	24.2%
ROE (%)	8.7%	13.8%	19.1%	24.5%
每股收益 (元)	0.55	0.94	1.45	2.15
P/E	32.82	25.32	16.40	11.06
P/B	2.88	3.49	3.13	2.70
EV/EBITDA	22.37	17.91	11.61	7.78

资料来源：wind，华安证券研究所

注：数据截止 2024/6/6

正文目录

1 高端性价比战略，转型效果可期.....	5
2 供应链为基，业绩为证.....	5
3 全域生态大会：目标明确，路径清晰.....	6
4 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	7
风险提示：.....	8
财务报表与盈利预测.....	9

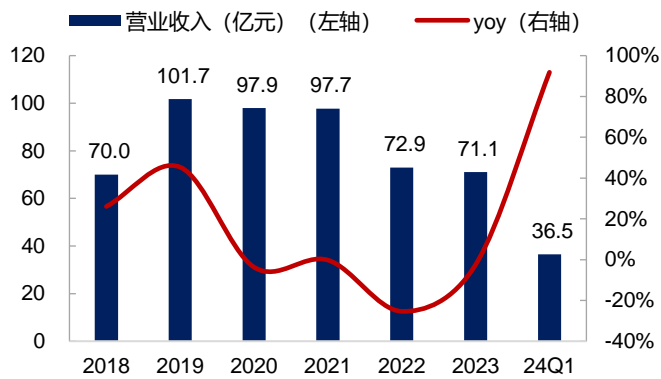
图表目录

图表 1 公司营收及增速	5
图表 2 公司归母净利润及增速	5
图表 3 公司毛利率、净利率	5

1 高端性价比战略，转型效果可期

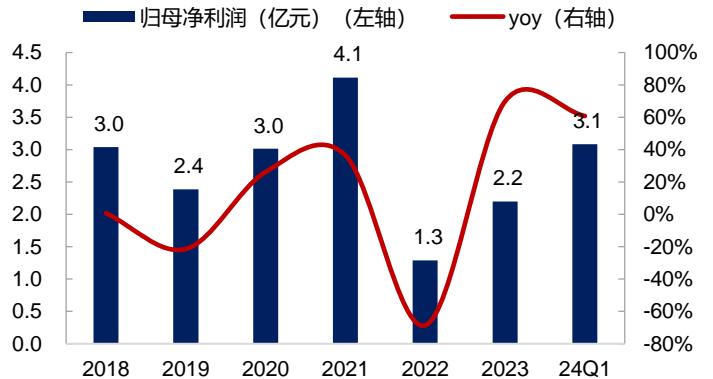
三只松鼠创立于 2012 年，总部位于安徽芜湖。公司初期采用代工模式，和上游供应商合作紧密，通过淘宝、京东等电商平台切入以坚果为主的零食赛道，并向烘焙、肉制品、果干等品类拓展，并于 2019 年收入破百亿。此后开始布局线下投食店、联盟小店和经销业务。2022 年公司夏威夷果等自建工厂投产，23 年提出高端性价比战略，线上开拓抖音等直播渠道、线下转型性价比为先的社区零食店，转型效果可期。业绩层面，公司 2024 年一季度实现营业收入 36.5 亿，同比+92%，归母净利润 3.1 亿，同比+61%，扣非净利润 2.6 亿，同比+93%，业绩超市场预期，转型效果得到不断验证。

图表 1 公司营收及增速



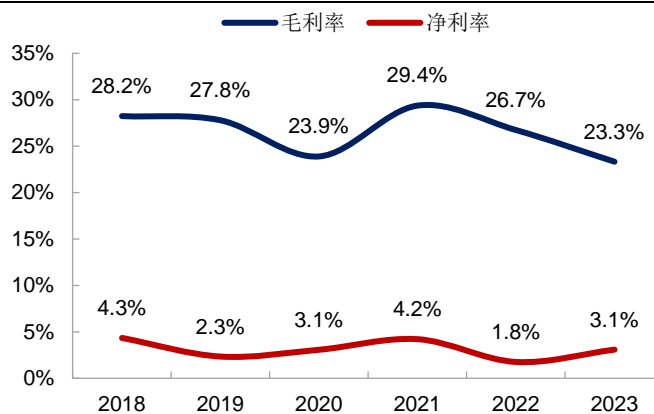
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 3 公司毛利率、净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 供应链为基，业绩为证

开始自建工厂，自动化水平领先。公司建有全球规模领先的坚果分装工厂，设备自动化率高，规模领先。同时，为着力延伸坚果产业链，推动一二三产深度融合，公司自主建设每日坚果、夏威夷果、碧根果、开心果四大核心坚果品类制造工厂并已正式投产，实现从原料到生产发货的供应链纵深。此外，公司与世界五百强企业翱兰国际合资建厂，与全球最大的蔓越莓领导品牌优鲜沛建立深度合作，推动产品竞争力进一步提升，从而为消费者提供更有供应链优势、更具高端性价比的产品。

率先提出高端性价比战略。2022年底，公司率先提出高端性价比战略，于23H2实现逆势转增。以市场需求为导向，通过对全链路、全要素的整合重合，做到链路更短、工具更先进、组织更协同，实现产品更高品质、价格更亲民。

一季报业绩超预期。24Q1公司收入同比+92%，增量为17.5亿元，我们预计其中近10亿元为抖音新兴渠道，另外主要是线下分销渠道贡献；毛利率为27.4%，同比-0.9pct；管理费率为1.3%，同比-1.9pct；销售费率16.3%，同比+1.1pct，主要因为年货节期间营销费用投入加大。综上24Q1净利率8.5%，同比-1.6pct，扣非净利率7.2%，同比+0.04pct。24Q1公司净利率在抖音上量下仍然保持持平，预计与公司布局坚果上游供应链，减少部分品牌广告投放有关。

2024年展望：我们预计公司24年收入有望重回100亿元，归母利润率维持3-3.5%，中长期有望提至5%净利率水平。

3 全域生态大会：目标明确，路径清晰

5月29日，三只松鼠在上海召开全域生态大会。公司锚定三年200亿目标，信心十足。公司将定位于制造型自有品牌零售商，实施高端性价比战略——以更高效率的全链条全要素底层架构实现更高端、更差异化的产品来创造顾客，通过全要素生产率的提高，为全渠道适配并运营全品类的零食。

品类上：坚果品类铸造品牌基础，品类边界拓宽助力全渠道运营

1) 坚果/果干品类：公司将践行长期主义布局发展。①**路径：**国内坚果消费场景有望从零食延展至膳食主食，未来潜力空间巨大。基于此，公司建设了全球最大的坚果加工园区和高端性价比的全球供应链，有利于布局全产品尺寸、全销售形式、全消费场景，助力全渠道发展。②**目标：**未来合计三年销售目标130亿元，其中坚果100亿元，果干30亿元；打造品类矩阵，3个10亿+（每日坚果、夏威夷果及待解密的品类）、5个5亿+（纸皮核桃、手剥巴旦木、开心果、芒果干、甘栗仁）、20个1亿+单品（碧根果、开口松子等等）。

2) 零食品类：2024年1-4月公司零食板块实现翻番式增长。2023年1-12月年度上新1118款，平均每天3款，缔造行业新速度（不含三方品类），2023年1月-2024年4月54款单品破千万，实现收入19.27亿。①**路径：**通过全链路生产改造、厂家直发以及对消费者需求的精准洞察，公司单品打造能力不断深化、品类边界不断拓宽，全品类经营能力增强。②**目标：**提出“三十”计划，即10款亿级大单品、10家过亿供应商、10个投资供应链，三年瞄准“百亿”目标，实现售点数线上100万个，线下100万个，零食年销百亿元。

3) 小鹿蓝蓝：①路径：24 年全新定位儿童高端健康零食品牌，高阶原料、健康配方、营养强化，推动全品类布局。公司将 22 号定位会员上新日，邀请抖音、微博等平台的达人进行前置营销，让消费者充分了解品牌上新节奏的同时，为内部人员提供明确的节点目标，之后的声量和品牌话题会沉淀下来，帮助线下经销商促成成交。**②目标：**24Q1 小鹿蓝蓝收入同比增长 85%，全品牌全渠道扭亏为盈，我们预计 24 全年销售额目标近 10 亿。

渠道上：品销合一、管理强化，助力多渠道全面突破、实现全渠道高效发展

1) 短视频电商：抖音等短视频 23 年成功打造三级流量：短视频测品（百条短视频快速测试）、达人分发（40 万+达人）、直播间矩阵（25+个直播间），年货节创造 17 亿 GMV 新纪录。**①目标：**到 25 年之前具备 100 直播间、日产 1000 条短视频、分销 1000 个大单品的能力，打造品类品牌、定制化授权品牌。**②路径：**产品布局上，品效合一，快速上新，提前季度、半年规划时令单品，布局不同价位段；供应链上，提升供应链的快速反应能力，及时洞察上游供应链的新波动，同时利用平台高效算法的情绪周期获得最大收益。

2) 分销渠道：①目标：定位双百战略，分销业务从 20 亿向 100 亿进军，铺市终端数从 10 万级向 100 万级迈进。**②路径：**区域经销三年目标 60 亿（明确三级扁平化架构（总部-省区-区域合伙人），拓展区域合伙人负责终端，推动有效铺市，强化品类运营和终端运营），KA 商超三年业绩目标 20 亿+（根据 KA 商超系统及所属市场特征匹配全新货盘，围绕单店动销数据升级 KA 运营体系，扩坚果以外零食品类），礼品团购实现三年业绩目标 20 亿+。公司将逐步从礼盒拓展到日销品，从坚果拓展到全品类、从现代渠道拓展至全渠道。

3) 综合电商：2023 年 7 月至 2024 年 5 月底主站用户增长 50%，在拼多多、微信私域、得物、1688 等全面突破。**①目标：**渠道布局更强渗透，目标 24 年品牌直营店铺 150 家，线上授权店 250 家，全网链接点位 2000 个，高度适配的品类布局要实现 1000 款以上。**②路径：**品类上，以适配为原则匹配核心渠道；供应链上，去除中间冗余成本，实现供应链适配；组织上，高度协同化的品销组织，面向市场快速反应。

4) 线下门店运营：线下门店五大店型（旗舰店、标准店、精品店、Mall 店、档口店）匹配不同区域。**①目标：**6 月 30 日前目标推出 133 家新店型，对加盟费、装修利润、货品费用进行让利，旗舰店/标准店/精品店分别投入 40/30/20 万。**②路径：**竞争优势来自货盘差异化、高效组织模式、多元店型、独有心智价值和国民品牌认知。以总部层面产品、选址、运营部分负责人形成特三角的加盟组织模式，解决产品和销售部门内耗，聚力在终端层面帮扶门店成长。

4 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

预计 2024-2026 年收入分别为 104.07/138.91/177.45 亿元，对应增速分别为 46.3%/ 33.5%/ 27.7%，归母净利润分别为 3.8/5.8/8.6 亿元，对应增速分别为 71.0%/ 54.4%/ 48.3%，对应 PE 分别为 25/16/11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示:

渠道拓展不及预期, 原材料成本超预期上涨, 食品安全问题。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4327	5551	6960	8654	营业收入	7115	10407	13891	17745
现金	328	267	348	616	营业成本	5455	7974	10592	13455
应收账款	594	869	1160	1482	营业税金及附加	45	62	76	98
其他应收款	18	27	36	46	销售费用	1238	1790	2362	2963
预付账款	117	170	226	287	管理费用	227	312	389	461
存货	1388	2028	2694	3423	财务费用	6	9	10	8
其他流动资产	1883	2189	2495	2801	资产减值损失	-14	0	0	0
非流动资产	1216	1227	1268	1287	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	21	21	21	21	投资净收益	54	79	105	134
固定资产	507	548	569	583	营业利润	278	465	738	1112
无形资产	113	108	103	98	营业外收入	41	41	41	41
其他非流动资产	574	549	574	584	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	5543	6777	8228	9941	利润总额	314	501	774	1147
流动负债	2760	3782	4914	6153	所得税	94	125	193	287
短期借款	300	300	300	300	净利润	220	376	580	860
应付账款	1548	2264	3007	3819	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	912	1219	1607	2034	归属母公司净利润	220	376	580	860
非流动负债	269	270	270	270	EBITDA	334	544	832	1207
长期借款	125	125	125	125	EPS (元)	0.55	0.94	1.45	2.15
其他非流动负债	144	145	145	145					
负债合计	3029	4052	5183	6423					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	401	401	401	401					
资本公积	514	520	520	520					
留存收益	1599	1805	2124	2597					
归属母公司股东权	2514	2725	3045	3518					
负债和股东权益	5543	6777	8228	9941					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	334	118	308	571	成长能力				
净利润	220	376	580	860	营业收入	-2.4%	46.3%	33.5%	27.7%
折旧摊销	95	34	48	51	营业利润	56.7%	67.4%	58.6%	50.6%
财务费用	11	16	16	16	归属于母公司净利	69.9%	71.0%	54.4%	48.3%
投资损失	-54	-79	-105	-134	获利能力				
营运资金变动	80	-198	-196	-187	毛利率 (%)	23.3%	23.4%	23.8%	24.2%
其他经营现金流	123	543	741	1012	净利率 (%)	3.1%	3.6%	4.2%	4.8%
投资活动现金流	-280	65	51	100	ROE (%)	8.7%	13.8%	19.1%	24.5%
资本支出	-68	-24	-54	-34	ROIC (%)	5.5%	11.9%	16.6%	21.6%
长期投资	-265	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	54	89	105	134	资产负债率 (%)	54.6%	59.8%	63.0%	64.6%
筹资活动现金流	100	-243	-277	-403	净负债比率 (%)	120.5%	148.7%	170.2%	182.6%
短期借款	250	0	0	0	流动比率	1.57	1.47	1.42	1.41
长期借款	-74	0	0	0	速动比率	0.35	0.31	0.32	0.35
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	45	6	0	0	总资产周转率	1.41	1.69	1.85	1.95
其他筹资现金流	-121	-248	-277	-403	应收账款周转率	14.40	14.23	13.69	13.44
现金净增加额	153	-61	81	267	应付账款周转率	4.18	4.18	4.02	3.94

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：邓欣，华安证券研究所副所长、消费组组长兼食品饮料、家用电器、消费首席分析师。经济学硕士，双专业学士，10余年证券从业经验，历任中泰证券、中信建投、安信证券、海通证券，曾任家电、医美、泛科技消费首席分析师等，专注于成长消费领域，从产业链变革视角前瞻挖掘投资机会。

分析师：陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。